



EDITORIAL

BENOÎT CŒURÉ*
ANTOINE MÉRIEUX**

La création de l'Union monétaire et la réalisation progressive d'un marché intégré des services financiers en Europe ont stimulé au cours des dernières années la concurrence entre les centres financiers européens pour la localisation des activités financières. Si les services de la banque, de l'industrie des titres et de l'assurance à destination des particuliers restent encore aujourd'hui largement délivrés dans le cadre des marchés domestiques, ils vont être doublement affectés par la diffusion de l'euro auprès des ménages à compter de janvier 2002 et la généralisation d'un nouveau canal de distribution *via* l'Internet. Quant aux marchés de gros, leur localisation fait l'objet d'ores et déjà d'une très vive concurrence entre places dans un cadre mondial plus qu'européen, que les bonnes perspectives actuelles de croissance de l'économie internationale n'ont fait qu'exacerber. Parallèlement, le développement des nouvelles technologies de l'information et de la communication a accéléré la transformation de l'offre de services financiers : désintermédiation des financements des ménages et des entreprises, gestion plus fine des flux de trésorerie et des bilans, essor des services à distance n'en sont que les aspects les plus visibles.

L'ensemble de ces marchés est, par ailleurs, affecté par deux grandes tendances qui avivent et déplacent la concurrence. L'activité financière comporte des coûts fixes de plus en plus importants qui favorisent la concentration des acteurs et poussent à la réduction du nombre de centres financiers. Dans le même temps, la dénationalisation des services et l'impact, qui reste pour une bonne part à venir, des nouvelles technologies de l'information vont constituer un facteur de dilution des activités financières, et posent en des termes nouveaux la question du choix de l'implantation géographique des différentes activités financières.

L'enjeu de ces mutations, qui porte sur des activités à forte valeur ajoutée, est important pour tous les pays. Ces activités représentent

* Conseiller économique auprès du directeur du Trésor

** Délégué général de l'AEF et Directeur des affaires européennes et internationales de la FFSA



aujourd'hui en France 716 000 emplois directs et 5 % du PIB français, et 12 % du PIB de la région Ile-de-France. Leur contribution à la croissance et au rayonnement de l'économie française est bien supérieure. Comme le rappelle le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, Laurent Fabius, dans son avant-propos à ce numéro, en consolidant les entreprises, en finançant l'investissement et la consommation, en permettant l'innovation, la Place financière travaille de multiples façons à cette priorité des priorités qui est l'emploi.

*COMMENT SE PRÉSENTERONT DEMAIN
LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS ET LES NOUVEAUX
CENTRES FINANCIERS INTERNATIONAUX ?*

Dans ce numéro spécial, qui pour la première fois est publié simultanément en langue anglaise, la REF a voulu proposer des éléments d'analyse économique et historique des forces qui sont à l'œuvre aujourd'hui puis, en priorité, donner la parole aux acteurs.

Introduisant le débat, Julie Choppin-Ansidei nous apporte d'abord un éclairage théorique sur la localisation des activités financières internationales et le rôle des centres financiers internationaux, à la lumière des progrès récents de l'économie industrielle et de l'économie géographique. Confrontant les résultats théoriques, issus des modèles de concurrence entre marchés et d'économie spatiale avec les évolutions récentes de l'environnement international, elle souligne la coexistence de deux tendances : l'affaiblissement des barrières à la concentration des marchés financiers, qui pousse aux regroupements des activités dans les grands centres, et le maintien parallèle des stratégies de délocalisation favorisées par les progrès des moyens de communication, pour tirer avantage des caractéristiques propres des sites.

Dans une perspective historique, deux articles présentent des visions contrastées du passé et du futur des places financières : l'article de Pedro Arbulu et Jacques-Marie Vaslin rappelle le rôle important que jouait, dès le XIX^{ème} siècle, la place financière de Paris du fait du vif intérêt que manifestait l'épargnant français pour les valeurs mobilières étrangères, en particulier les titres de dette à cause notamment des faibles taux d'intérêt que connaissait le marché intérieur français à l'époque.

Dans une démarche prospective, Amelia Fawcett insiste, de son côté, sur les bouleversements profonds que les nouvelles technologies vont apporter aux centres financiers. La « démocratisation de l'information » nous conduit inexorablement vers des systèmes ouverts, dématérialisés, où le consommateur reprend au producteur une large part du pouvoir et le dépossède de sa rente. Au-delà des facteurs traditionnels de compétitivité des centres financiers (liquidité, capital humain, coûts), c'est la



capacité des décideurs à faciliter les réformes d'ensemble imposées par les nouvelles technologies, et non à s'y opposer, qui sera décisive. C'est ainsi que l'Europe pourra entrer dans la société de l'information, ce projet global que la Commission européenne a baptisé « eEurope ».

*COMMENT SE PRÉSENTE AUJOURD'HUI
LA COMPÉTITIVITÉ DES GRANDES PLACES FINANCIÈRES,
TOUT PARTICULIÈREMENT EN EUROPE ?*

Arnaud de Bresson rappelle, à partir d'une analyse des atouts de la Place de Paris, les trois axes de la stratégie que met en oeuvre Paris Europlace pour attirer les activités financières internationales : l'amélioration de l'environnement réglementaire et fiscal, le développement des systèmes d'information de la nouvelle économie et l'engagement dans la construction d'un marché financier européen. Robert Laslett examine l'évolution de la position concurrentielle de Londres, vue par *London Economics*, soulignant que c'est la création de valeur ajoutée plus que l'implantation physique des entreprises et des marchés qui fonde véritablement une place financière : le succès de l'Eurex s'est sans doute traduit par le transfert de l'activité de négoce de *futures* de Londres à Francfort, mais les écrans et les hommes sont pour le moment, pour l'essentiel, restés à Londres.

Enfin, Jean-François Monteils présente la stratégie mise en oeuvre depuis quelques années par Francfort, qui a très tôt compris l'intérêt d'alliances avec d'autres places. Cette stratégie n'a pas toujours été couronnée de succès, en partie à cause de la subsistance de blocages et de réticences des autorités locales.

Vincent Remy, pour Parisbourse^{SBF} SA, et François Champarnaud, pour la COB, présentent les enjeux, les formes et la nature de la concurrence entre marchés boursiers, qui sont devenus des entreprises commerciales comme les autres. La recherche d'alliances entre marchés, voire de fusions, apparaît comme une conséquence directe de l'apparition de nouvelles formes de concurrence (marchés de gré à gré, système électronique de transactions). L'exemple d'Euronext, première fusion entre bourses européennes, en termes d'annonce et d'intégration verticale, est éclairant : pour répondre au défi de la concurrence, et aux attentes des acteurs des différentes places, Euronext va offrir un seul système de transaction, un seul système de compensation et une seule plate-forme de règlement-livraison. Face à ces évolutions (technologiques en particulier), le concept de localisation géographique des activités financières perd de son sens. Néanmoins, la notion de place financière se recompose autour de critères différents : elle devient un pôle créateur de règles, regroupant différents acteurs se soumettant à ces règles et adoptant les mêmes comportements.



La qualité de la régulation constitue comme on le sait un élément central de la compétitivité d'une place financière. Hervé Hannoun rappelle à ce titre le rôle important joué par les banques centrales, garantes de la stabilité financière, qui participent activement à la surveillance prudentielle, à la définition des règles communes et qui sont un point de passage obligatoire pour les systèmes de paiement. François Champarnaud souligne aussi que le métier de régulateur implique au niveau national un équilibre permanent entre protection des investisseurs et promotion de la compétitivité de la place. Une bonne régulation constitue un atout pour une place financière et rend vaine la tentation d'une « dérégulation compétitive » que la coopération internationale entre régulateurs dans le cadre de l'OICV vise, par ailleurs, à empêcher. Comme le rappelle Laurent Fabius dans son avant-propos, la régulation du grand marché de l'euro sera un enjeu central de la présidence française de l'Union européenne au second semestre 2000.

*COMMENT LES REPRÉSENTANTS
DES PRINCIPAUX MÉTIERS SE POSITIONNENT FACE
À LA PLACE FINANCIÈRE DE DEMAIN ?*

12

Jean-Pierre Landau et Jean Tricou, pour l'AFB, évoquent tout d'abord l'évolution de l'environnement concurrentiel, liée à la mise en place de l'euro et à l'émergence de l'Internet, qui obligent les banques à modifier leurs stratégies. Dans ces conditions, une nouvelle conception de la place financière bancaire apparaît. La Place de Paris dispose dans ce domaine de nombreux atouts, et son degré d'ouverture est très élevé, comme en témoigne le nombre important d'établissements de crédits sous contrôle étranger présents en France.

Michel Fleuriet rappelle les trois grandes raisons qui peuvent amener les banques d'investissement étrangères à s'installer dans un lieu donné : l'histoire qui explique l'avance prise par Londres, le besoin de se rapprocher des clients, émetteurs, investisseurs, Paris étant pénalisé par le manque d'investisseurs institutionnels ; enfin, la stratégie de croissance, qui consiste, pour la banque d'investissement, à faire jouer les synergies entre les trois catégories de services financiers (prise ferme et placement, marchés secondaires, conseil aux entreprises) et les trois types d'instruments financiers (actions, produits de taux et dérivés). L'acquisition du CCF par le groupe HSBC est une illustration de cette stratégie globale.

François Veverka, pour les agences de notation, précise selon quels critères les émetteurs choisissent une place financière : la base d'investisseurs et la capacité de recherche de la place sont deux éléments déterminants.

Pierre Bollon, pour les sociétés de gestion de portefeuilles, examine les



conditions dans lesquelles Paris pourrait jouer le rôle de « Boston de l'Europe » en matière de gestion de capitaux pour compte de tiers, à l'image de l'exemple américain qui connaît la dissociation entre la place boursière dominante et le lieu où se regroupent les gestionnaires.

Jacques Lereboullet souligne le rôle et la responsabilité des analystes financiers dans le fonctionnement d'une place.

Par ailleurs, la localisation des activités d'assurance, trop souvent passée sous silence dans la problématique de la place financière, est présentée par Antoine Mérieux, qui met l'accent sur la nouvelle concurrence rencontrée à l'heure actuelle dans ce secteur par Londres. C'est le cas tout particulièrement des Lloyds, qui connaissent de nouvelles pertes et ont perdu depuis quelques années d'importantes parts de marché au profit d'autres places, notamment les Bermudes.

La capacité d'attraction des places financières peut enfin être examinée de façon plus transversale, à travers certains facteurs traditionnels de compétitivité.

Le cadre juridique est abordé de deux manières : Guillaume Eliet présente tout d'abord quelques observations sur les rapports entretenus entre la loi et la place financière française. Bertrand Caradet et Jérôme Herbet s'interrogent ensuite sur le devenir, après une opération de rapprochements transfrontaliers entre sociétés cotées de l'Union européenne, de la cotation de l'entité absorbante ou nouvelle. Ils soulignent que le choix de la place financière devant devenir le marché de référence n'est pas anodin : ce choix dépend lui-même d'un ensemble de paramètres, au rang desquels figurent la typologie de l'actionnariat actuel ou recherché ou encore l'environnement général de la place financière à retenir. A cet exercice, la Place de Paris apparaît parfaitement à même de devenir, pour de nombreuses valeurs, le marché de référence.

Patrick de Fréminet rappelle l'importance pour la Place de Paris de son environnement fiscal, jugeant celui-ci pénalisant s'agissant notamment de la fiscalité et des charges sociales applicables aux opérateurs et aux établissements.

Enfin, Didier Davydoff et Bruno Thiry concluent ce tour d'horizon en évoquant une composante souvent sous-estimée mais pourtant importante de la vitalité d'une place : le rayonnement de son effort de recherche et la qualité de ses grandes écoles de gestion et de son enseignement supérieur en finances. La comparaison de la logique de fonctionnement de la recherche et de l'enseignement aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France et l'examen plus particulier du système britannique devraient inciter les différentes composantes de l'industrie financière française à soutenir et à mieux profiter des atouts de la place de Paris dans ce domaine.

Dix-huit mois après l'introduction de l'euro et alors que la



recomposition du paysage financier européen s'accélère, il était important de faire entendre la voix des acteurs qui animent la place financière, entreprises et individus, dans leur diversité et leur cohésion. Au-delà d'enjeux techniques et industriels complexes que ce numéro ne prétend pas épuiser, nous retiendrons de ces contributions trois idées simples.

Première idée, qui n'est pas spécifique aux activités financières et qui est vraie aussi bien des intermédiaires que des marchés eux-même : dans un paysage en perpétuel mouvement, la capacité d'anticipation et d'action est primordiale pour éviter un « verrouillage » du marché (*lock-in*) par les concurrents. Dans cette perspective, la création d'Euronext a montré la capacité de la Place de Paris à prendre les devants.

Deuxième idée, contraire à certaines idées reçues sur la « nouvelle économie » : les facteurs de compétitivité traditionnels demeurent essentiels dans les choix de localisation. Excellence technique, liquidité, qualité du capital humain : selon tous ces critères, la Place de Paris est parmi les premières au monde.

Troisième idée : au premier rang de ces facteurs de compétitivité figure désormais, et de plus en plus, la qualité de l'environnement réglementaire et fiscal. Ce sera l'enjeu de l'action des pouvoirs publics dans les prochaines années et, dans l'immédiat, de la présidence française de l'Union européenne, que de faire en sorte que le grand marché de l'euro bénéficie de ces atouts.